

# 7年国债需求稳定 债市短期或窄幅震荡等待指引

□本报记者 张勤峰

周三财政部招标发行的7年期国债需求平稳，中标利率3.14%符合市场预期。由于临近经济数据披露窗口，近期债券市场在观望氛围中延续小幅震荡走势。市场人士指出，当前债市所处基本环境总体偏暖，但经过前期大幅度上涨，在5月份经济数据、海外欧债形势或美联储议息给予更多指引之前，市场可能维持小幅震荡局面。

## 表现好于上周5年国债

6月6日，财政部就今年第十期记账式附息国债进行了招投标。根据发行公告，本期国债为7年期固息债券，按年付息，计划发行300亿元，甲类成员可追加。此前的统计显示，机构对本期国债中标利率预测区间约为3.11%—3.16%，预测均值为3.14%，低于6月5日中债收益率3.18%约4个基点。

据银行间交易员透露，本期国债中标利率区间为3.14%—3.16%，加权平均中标利率3.14%，符合预期；全场获得1.72

倍认购；首场投标结束后，获追加发行20.9亿元，实际发行总额为320.9亿元。

尽管与5月份基准债券动辄两倍左右的认购比较，本期国债招投标场面较为平稳，但是相比上周5年期国债招标的一幕，依旧体现出了较好的配置支撑。数据显示，上周三（5月30日）财政部续发行的5年期12附息国债03只获得1.18倍认购，且中标利率远高于预期。

中金公司报告指出，目前7年期与5年期国债的利差为37bp，处于平均水平之上，因此7年期品种性价比好于5年期。7年期非国开政策性银行债和国债之间的隐含税率为16%，略高于历史均值，如果考虑国债免税价值，则7年期国债仍有一定吸引力。与此同时，当前资金面宽松而信贷量短期难见大幅提升，银行类机构对债券仍存在稳定的需求。鉴于短端利率已经比较低，在不大幅下调存款利率的情况下，进一步下行的空间不大，银行为了提高债券配置收益率，会逐步将需求转移到中长期品种。因此，银行等投资户对

本期国债有较稳定的需求。

## 机构普遍观望

与5月份比较，近期一级市场的确略有减温，这与二级市场窄幅震荡的格局基本一致。市场人士表示，尽管债市所处基本环境总体有利，但经过前期大幅度上涨，在5月份经济数据或海外欧债形势给予更多指引之前，市场可能维持小幅震荡局面。

当前债市所处总体环境依旧偏暖。一是，经济数据环比继续下行的可能性较大。5月份制造业

今年以来记账式附息国债招投标结果							
名称	招投标日期	期限(年)	中标利率(%)	中标价格	实际发行总额(亿元)	认购倍数	最终票面利率(%)
12附息国债01	2012-1-11	1.00	2.78		280.00	1.69	2.78
12附息国债02	2012-2-8	1.00	2.87		280.00	1.34	2.87
12附息国债03	2012-2-15	5.00	3.14		280.00	1.59	3.14
12附息国债04	2012-2-22	10.00	3.51		280.00	2.02	3.51
12附息国债05	2012-3-7	7.00	3.41		280.00	2.14	3.41
12附息国债04(续发)	2012-3-21	10.00		100.11	280.00	1.91	3.51
12附息国债05(续发)	2012-4-11	7.00		100.47	327.00	1.95	3.41
12附息国债04(续2)	2012-4-18	10.00		100.67	326.10	1.81	3.51
12附息国债06	2012-4-20	20.00	4.03		280.00	1.76	4.03
12附息国债07	2012-4-25	3.00	2.91		300.00	1.45	2.91
12附息国债05(续2)	2012-5-9	7.00		100.73	339.70	1.94	3.41
12附息国债08	2012-5-16	50.00	4.25		280.00	1.49	4.25
12附息国债09	2012-5-23	10.00	3.36		344.40	1.97	3.36
12附息国债03(续发)	2012-5-30	5.00		102.61	300.00	1.18	3.14
12附息国债10	2012-6-6	7.00	3.14		329.00	1.72	3.14

# 人民币对美元NDF徘徊于近半年低位 贬值预期超去年四季度

□本报记者 张勤峰

6月6日，海外无本金交割远期(NDF)市场，人民币/美元一年期合约交投维持在6.43附近，暗示未来一年人民币对美元将贬值约1%，幅度超过了去年四季度的水平。市场人士指出，考虑到国内经济增长压力与欧债危机形势，近阶段美元汇率易涨难跌，人民币对美元贬值预期暂难扭转，进而可能加大境内短期国际资本流出的压力。

5月初以来，欧债危机恶化与国内经济趋弱，推动人民币对美元走出一波贬值行情。从银行间外汇市场中间价来看，6月6日人民币对美元中间价报6.3261，较上个交易日走低36个基点，与上月初创出的6.2670的汇改后高点相比，近一个月时间人民币对美元中间价累计回调591基点，幅度接近1%。

□韩会师

强势货币一般需要国际收支顺差，特别是经常项目的顺差予以支撑，尽管不排除在特定历史阶段，经常项目逆差国的货币会大幅升值——如2008年的美元，但从长期趋势看，顺差国货币具有更加坚实的长期升值支撑，如当年的德国马克以及近年来的人民币。从这个经验事实出发，我们有理由怀疑当前美元强势的长期可持续性。

美国国际收支经常项目长期维持高额逆差，2006年最高时一度突破8000亿美元。次贷危机爆发后，美国经常项目逆差一度萎缩，2009年最低跌至3766亿美元，仅为2006年的47%。但2010年以来，美国经常项目逆差明显反弹，2010和2011年逆差规模均超过4700亿美元，IMF预计今年将达到5100亿美元。

在经常项目大规模逆差的前提下，美元走强需要两个有力的外部支撑。一是顺差国出口商放弃持

即便如此，人民币在外汇市场的走势更是弱于中间价。6日国内外汇市场，人民币/美元询价系统交投于6.3685—6.3602一线，收报6.3635，低出当日中间价约400个基点。香港市场上，6日人民币/美元即期市场定盘价落在6.3653，亦较大幅度低于国内中间价水平。

此外，一向被视为海外人民币升值预期晴雨表的海外无本金交割市场(NDF)上，6日人民币/美元一年期合约继续交投在6.43一线。该报价自5月末跌破6.43以来，一直在近半年的低位附近徘徊。与国内即期汇率相比，目前海外NDF暗示未来一年人民币对美元将贬值约1%。海外人民币贬值预期自3月中旬出现以来，近期持续扩大，目前已超过去年四季度水平。

有市场人士指出，当前欧元区议息与QE3预期升温为非美货币

## 警惕美元“高空坠落”

有本国货币，将挣来的美元留在手中，无论这种动机是出于对本国货币的贬值预期，还是出于对本国政治、经济或社会不稳定的忧虑，都将直接缓解美元抛压。二是投资者将其他货币资产转换成美元资产，从而导致外汇市场上对美元的巨额需求。大规模资产转换的动力要么是原投资地政治、经济动荡的忧虑，比如战争，要么就是美国出现了投资潜力巨大的新兴领域，如上世纪90年代的互联网。

不难看出，经常项目大规模逆差的前提下，一旦顺差国及其他主要经济体政治、经济形势趋于稳定，或者美国的经济增长动力削弱，对美元的支撑力量将急剧弱化。我们从1985年以来美元的整体走势可以非常清晰地看出这个规律。美元贬值的历史上实际上也是美国经常项目逆差不断扩大的过程，上世纪80年代，美国年均经常项目逆差约778亿美元，90年代上升至约1230亿美元，2000年至2011年经常项目年均逆差则暴增至5560亿美元。

## ■ 外汇市场日报

### 澳大利亚GDP超预期 澳元引领风险货币上涨

□东航国际金融公司 陈东海

6月6日隔夜，由于欧元区数据不佳，欧元等非美风险货币一度承压，后受美国数据利好和美联储官员讲话提振，非美风险货币企稳回升。

数据显示，欧元区公布服务业PMI为46.7，跌至7个月低点；德国服务业PMI为51.8，扩张速度降至6个月来最低水平。同时欧元区4月零售销售年率下跌2.5%，月率下跌1.0%。此外，由于希腊可能退出欧元区，评级机构穆迪下调了

两家希腊银行评级。

美国公布5月ISM非制造业指数为53.7，超过前值和预期值的53.5。美联储官员布莱德声称，预期第二季度GDP增长率将快于第一季度。而另一联储官员埃文斯说，必须采取果断行动以避免长期经济伤害，需要更多宽松措施稳增长，需要维持低利率直至失业率降至7%下方或通胀高于3%。有利数据和官员乐观讲话推升了美国股市和市场情绪。

6日，澳大利亚统计局公布2012年第一季度GDP季率为1.3%，

PMI数据逼近50的荣枯分界线，出现超预期的下滑，显示当前工业生产呈现淡季更淡的局面，根据季节性变动趋势，未来两个月PMI有可能进一步跌至50下方。二是，在经济增长压力加大的同时，未来一个季度通胀回落趋势明确，为货币政策继续出手扫清了障碍。特别是，当前市场对于降息的预期日渐浓厚。三是，海外欧债危机不确定性较大，希腊议会选举结果与西班牙银行业重组问题都存在很大的变数，使得海外市场风险偏好明显回升的可能性

小。四是，国内企业盈利能力继续下滑，以周期性行业为主的上市公司很难改善业绩，股票市场投资热情短期可能还难以对固定收益产品构成冲击。

但是5月份降准之后债券收益率普遍大幅度下行，尤其是在基准利率尚未下调的情况下，债券收益率已在一定程度上透支了未来的政策利好。另外，市场较为关注国内信贷数据变化，以及美联储退出QE3的可能性，因此在当前水平上不敢轻举妄动，普遍的策略是等待进一步信号出现。



暂时提供了喘息的机会。不过，希腊议会选举与西班牙银行重组僵局悬念待解，欧债危机的解决进程恐将曲折而漫长，与此同时，尽管糟糕的5月新增就业给美国经济前景也蒙上了阴影，但是在QE3落定之前，这恐怕只会更加推升避险情绪以及作为避风港资产的美元。退一步，虽然内忧外患之下市场对于

QE3的预期升温，但是考虑到美联储内部分歧，以及已经处于历史纪录低位的美国国债收益率，多数分析机构认为美联储近期出台新宽松措施的可能性偏低，因此总的来看现阶段美元是易涨难跌。对于人民币而言，这意味着双向宽幅浮动过程中的向下脉冲不会少见，贬值预期也可能会持续一段时间。

市场舆论的轰炸往往使人忘记最基本的常识与逻辑，有太多人因为欧债危机而过度妄言美元长期走强。须知，在欧元诞生之前，美元就是一个长期贬值的“软币”，即使欧元区最终解体，市场的重新定价也会使资本重新追逐顺差国货币。此外，解体后的欧洲，由于大量廉价资产的出现反而可能成为投资洼地而吸引资金蜂拥而至，那时大规模的资产转换就会变成对美元的压力。即使是在欧债危机肆虐的当下，美国对欧洲的投资步伐也并未放缓，2009—2011年，美国对欧“猪”五国的直接投资总额约1000亿美元，比2006—2008年的直接投资总额提高约100亿美元。2009—2011年美国对欧洲的总体直接投资规模更是高达5400亿美元，与危机爆发前三年基本持平。从这个意义上看，欧债危机的确是欧洲的“危险”，美国的“机会”，但同时这也提醒投资者，切莫对美元期望过高。（作者单位：中国建设银行总行，本文仅代表作者个人观点）

1985年美元指数一度高达164，目前约为83左右，27年里美元指数大约贬值50%。在此期间，虽然两次海湾战争、科索沃战争、互联网繁荣以及欧债危机等各种政治、经济事件均曾对美元构成阶段性支撑，但并未扭转美元指数整体下滑的趋势，即使在欧债危机如火如荼的最近几年，美元指数也只是在70—90之间区间震荡。

首屈一指的逆差规模顺理成章地成就了美国全球最大债务国的地位。按照市值计算，截至2010年底，美国海外负债总额约为19.2万亿美元，净债务约为2.58万亿美元。由于美国的海外资产大多以东道国货币计价，而对外负债则主要以美元计价，这使得美元贬值可以立即导致海外资产升值，从而降低其净债务负担。不难发现，常年的高额经常项目逆差为美元提供了贬值的基本面动力，而贬值又为美国逃避债务提供了合法便利，除非美国能够恢复顺差，否则这种循环很难打破。

### 欧元区企稳。6日晚间欧洲央行将做出利率决议并发表声明。如果降息不超过25个基点，且出台新的刺激措施，将缓解市场对于欧洲债务问题的紧张情绪，有利于欧元回升。

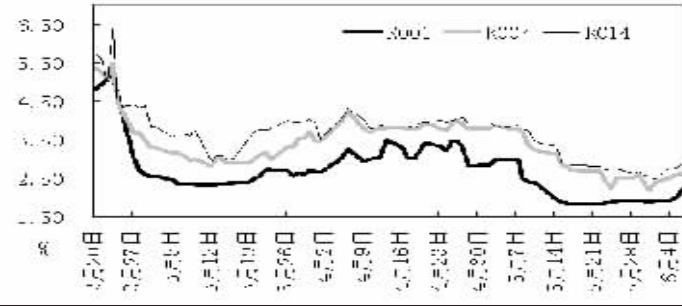
由于澳大利亚降息的利空因素已经出尽，而6日公布的澳大利亚的第一季度GDP数据非常良好，所以澳元近期基本面改善，澳元有望向1.0000附近反弹。同时希腊新的议会选举前欧洲局势可能暂时稳定，市场情绪可能平缓，也有利于短期内澳元等风险货币止跌企稳或有所反弹。

7. 市场资金面受可转债发行、月度常规准备金上缴等因素影响，出现短时期偏紧状况。WIND统计数据 displays, 6月6日隔夜、7天、14天期中短期质押式回购加权平均利率分别为2.2109%、2.5940%和2.8768%，除7天期回购利率环比小跌0.32个基点外，隔夜及14天期回购利率分别较5日出现不同程度的走高。

## 资金利率继续小幅走高

分析人士表示，本周中国重工80.5亿元可转债启动申购，加上5日又是月度的常规缴准日，两方面因素推动近两日资金利率有所上行。此外，在前期政策宽松预期极为浓烈的背景下，过快下行的资金利率也面临稳定性修正，类似7天期回购利率前期飞速下冲至2%附近水平的状况，预计将难以持续。

市场人士指出，在不考虑新宽松手段的情况下，央行在公开市场上仍将持续对市场流动性进行积极正面微调，中短期内资金面充裕仍将成常态。（王辉）



## ■ 交易员札记

### 静待数据出台 债市收益率小幅下行

□长江证券固定收益总部 斯竹

在静待数据出台的背景下，周三的债市整体收益率呈现小幅震荡下行态势，其中短端利率略有走高，机构交投相对谨慎。

资金面继续趋紧，银行间质押式回购隔夜品种成交缩量，加权利率较前一交易日大涨约20bp，7天品种量增价平，14天品种上行约11bp。

当日一级招标发行的7年期国债中标收益基本持平于二级市场，中标利率为3.14%，获得1.72倍的认购。二级交投来看，国债方面，受一级招标影响，整体收益率呈现小幅下行，9.72年的12附息国债04从3.37%成交至3.35%，6.75年的12附息国债05从3.18%成交至3.15%，4.7年的12附息国债03从2.84%成交至午盘后的2.82%；政策性金融债方面，中长期收益率呈现窄幅震荡，午盘后略有下行，9.88年的12国开22成交在4.08%—4.09%，9.2年的11国开44成交在4.07%，4.98年的12进出07成交在3.48%—

## 债市有望延续震荡走牛格局

□财富证券 陈鹏

5月份债市收益率大幅下行之后，市场对未来行情存在明显分歧。CPI持续下行以及预期微调的货币政策难以逆转，决定了债市整体仍将向好，但阶段的经济数据改善可能会带来扰动。

## 资金面宽松具有趋势性

5月份PMI出现超预期下跌，其主要驱动因素是新订单的回落。而新订单指数回落幅度大于出口订单的回落幅度又表明内需的持续减弱。目前市场较为担心的是5月份经济数据的环比改善，其中新增贷款是一个重要指标。

未来中长期贷款的回升在很大程度上成为影响市场对经济增长趋势判断的重要指标。2008年以来，新增中长期贷款的月度分布具有明显规律。2008年前三季度，每个季度第一个月新增中长期贷款的规模最大，但自2008年四季度开始到2009年三季度情况恰好相反，每季度的最后一个月反而最大。而从2010年至今，新增贷款又重新呈现出季度第一个月最大的特点。其主要原因在于，在实施积极财政政策背景下，随着项目的不断推出及信贷政策的放松，企业融资需求不断上升才使得季度最后一个月信贷增幅较大。今年4月份中长期贷款规模1265亿，尽管近期稳增长的政策基调下政府投资项目有所加速，但如果不能配合货币政策的进一步放松，很难形成中长期贷款逆势增长的趋势，也就意味着经济增速仍将很难有明显的好转。

从资金面来看，由于季节性因素，每年的3月份资金面往往最宽松，但今年5月份7天回购利率均值已回落至2.96%，低于3月份的3.15%。这种情况在2008年货币政策放松时期也出现过。从这个角度看，当前资金面放松是政策有意为之。从另一个角度也可以看出政策的放松意图：5月初央行在资金面适中的情况下进行逆回购，然后下调逆回购利率，最后是在资金面相对宽松的情况下下调存款准备金率。

一般情况下，长期限回购利率在一定程度上能反映市场对资金面的预期。目前4月份CPI同比

3.51%，4.8年的12进出04成交在3.59%附近，4年Shibor债09国开05成交在4.07%附近，2.87年的12国开19成交在3.41%—3.40%。短期品种略有走高，如不到1年的12进出05成交在2.70%—2.72%。

信用产品收益率继续下行，短融成交缩量，高等级券种成交相对较多，1年附近AAA券种12深机场CP01成交在3.51%附近，半年期AAA券种11大唐集CP02成交在3.09%；中票方面，3年期及5年期AA+以上券种成交活跃，如AA+券种12洛矿MTN成交在4.23%，AAA券种12中航机成交在4.44%，4年多的AAA券种11华能集MTN4成交在4.20%，AA+券种12包钢集MTN1成交在4.72%；企业债交投集中在5—7年期AA附近券种。

本周即将公布5月份经济数据，投资者对于政策放松的预期继续增强，基本面较为稳定。在银行间宽松的流动性支持下，银行等配置需求将再次带动中长短利率缓慢下行，债市有望得到进一步支撑继续走牛。

## 关注短融和政策性金融债

从前述指标来看，当前资金面宽松程度处于2010年三季度和四季度之间的水平。但是当前AAA级短融收益率仍明显高于2010年三季度和四季度的均值，而其他主要品种，如AAA级5年中票、10年国债、7年政策金融债收益率水平都处于2010年三季度和四季度之间的水平。从这个角度来说，只要资金面宽松的趋势继续延续，短融收益率仍有继续下行的空间。

从短融的信用利差角度分析，也能得到类似的结论。目前AAA级短融信用利差依然维持在历史偏高的水平，而AA+级的信用利差水平则处于中位数附近，从这个角度看，高等级短融具有相对优势。

尽管5月份国债政策金融债收益率均大幅下行，但政策金融债信用利差却在走高。去年以来政策金融债的信用利差明显偏高的主要原因在于供给压力的增大导致银行配置需求减弱。而事实上，当资金面趋于宽松时，政策金融债存在一定的套利空间，交易型机构配置政策金融债的积极性增强，从而缓解市场需求不足的问题。这一点从5月份政策金融债认购倍数上升能看出。

近几个月来政策金融债月度平均认购倍数和政策金融债信用利差的走势高度相关，认购倍数往往领先于信用利差。去年11月份认购倍数均值达到2.3倍的较高水平，随后的12月份7年政策金融债信用利差均值回归到43个BP的较低水平。而随着认购倍数回落，今年3月份认购倍数均值仅有1.67倍，对应的4月份信用利差均值则走高到67个BP。因此，随着5月份政策金融债认购倍数的走高，预计6月份其信用利差也将收窄。